

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

通貨の安定と不良債権問題がカギを握るベトナム経済

ベトナム経済は、実質 GDP 成長率の鈍化傾向に歯止めが掛かっている。消費者物価の落ち着きなどから個人消費は底堅く推移、固定資産投資も持ち直しを示す指標が散見されるなど、内需は緩やかながら底堅く拡大している。さらに、輸出は前年比二桁増が続き景気を下支えるほか、貿易収支が改善、ドン相場は比較的落ち着いている。今後の景気は、通貨の安定と不良債権問題がカギを握るが、これらにメドが付けば 2014 年半ばにも回復の動きを強めよう。

実質 GDP 成長率の鈍化傾向に歯止め

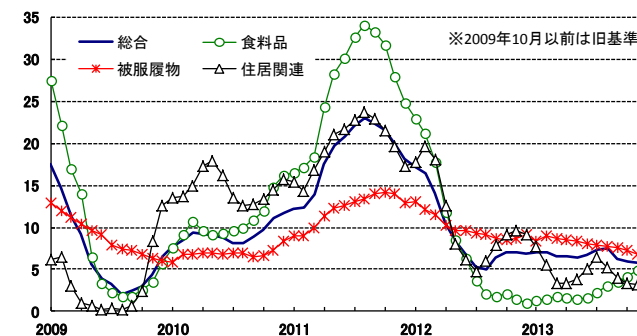
ベトナム経済は、循環的には改善の動きが見え始めている。2013 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.54% となり、4～6 月期の 5.00% から伸びが高まった。例年、年末にかけて伸びが高まる傾向があることを踏まえると、成長率が高まったことをもって景気が持ち直したとまでは言い切れないものの、1～9 月累計で前年同期比 5.14% となり、2012 年通年の前年比 5.03% を若干なりとも上回っていることもあり、成長率の鈍化傾向には歯止めが掛かったとは言えよう。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC

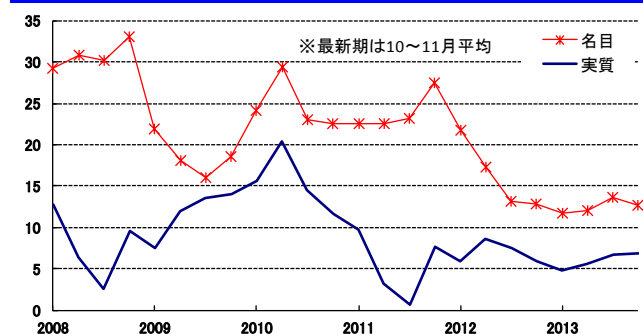
消費者物価の落ち着きなどから個人消費は底堅く推移

これまでの景気減速などにより、懸念材料の一つであった物価動向に、やや落ち着きが見られる。消費者物価は、2013 年 8 月の前年同月比 7.5% から、11 月には 5.8% へ鈍化している。食料品（8 月前年同月比 3.0% → 11 月 4.9%）は大雨などの影響により伸びが高まっているが、交通（7.8% → 2.4%）や、光熱費などを含む住居関連（5.3% → 3.3%）、教育（14.5% → 11.8%）を中心に幅広い分野で伸びが鈍化している。

こうした物価の落ち着きもあり、個人消費は底堅く推移している。小売販売は、物価の落ち着きに歩調を合わせるように 8 月の前年同月比 14.4% から 11 月には 12.3% へ伸びが鈍化、7～9 月期の前年同期比 13.7% に対して 10～11 月平均は 12.8% と名目では減速しているが、物価上昇分を除いた実質の小売販売は 6.7% から 6.9% へ逆に伸びを高めている。また、乗用車（含む MPV、SUV）販売台数は、当社試算の季節調整値で 7～9 月期の 6.0 万台から 10 月は 5.8 万台へ若干減少したものの比較的高い水準を維持している。

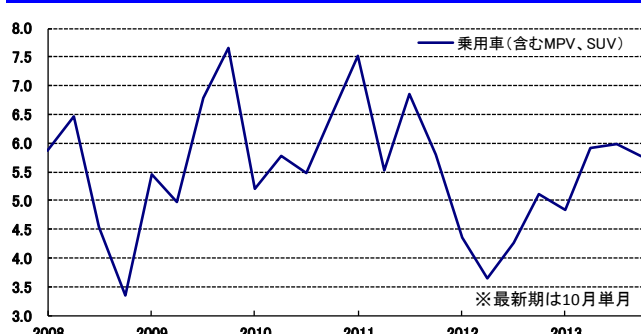
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

小売販売の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

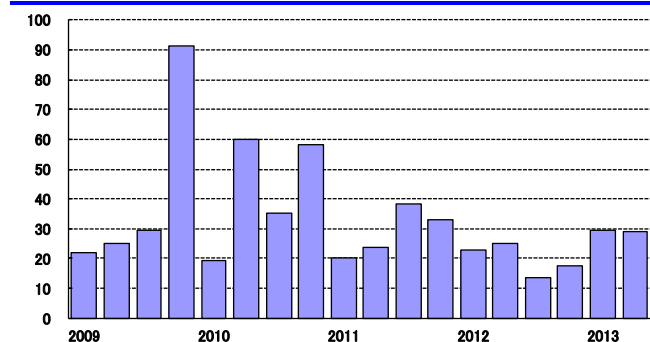
乗用車販売台数の推移(季節調整済年率、万台)



(出所) CEIC

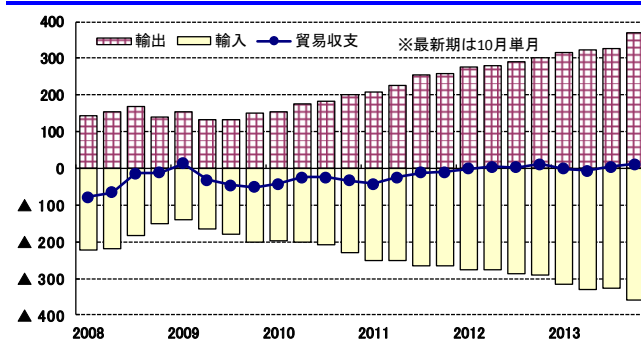
また、固定資産投資についても、GDP 統計において、**建設業が 1～3 月期の前年同期比 4.8%から 4～6 月期 5.3%、7～9 月期 5.7%と伸びを高めているとみられ¹、不動産業 (1.7%→1.9%→2.1%) も伸びは低いながら改善傾向にあるなど、関連業種の生産活動が活発化している。そのほか、**海外からの新規直接投資 (認可ベース) が 2013 年に入り 1～3 月前年同期比 29.1%、4～6 月期 15.6%と前年を上回る水準が続いていることなどを踏まえると、固定資産投資も持ち直し傾向にあると考えられる。****

海外からの直接投資(新規認可ベース、億ドル)



(出所) CEIC

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC

輸出の二桁増が続き貿易収支が改善

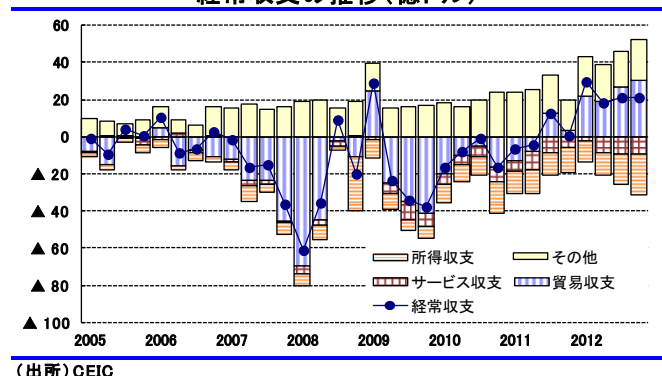
緩やかながら底堅く拡大する内需に比べ、輸出の復調は顕著である。**通関輸出額 (ドルベース) は、四半期で見れば 2010 年 4～6 月期以降、前年同期比で二桁増を続けているが、足元では 2013 年 4～6 月期の前年同期比 14.6%から 7～9 月期は 15.8%へ伸びを高め、最新期の 10 月単月は前年同月比 22.2%と更に増勢が加速している。**主力の軽工業品 (2012 年シェア 26.0%) が繊維・衣料品 (4～6 月期前年比 16.4%→7～9 月期 20.7%→10 月 27.2%) や木製品 (10.6%→18.6%→28.7%) などを中心に好調なほか、ここ数年急拡大している電子部品 (シェア 6.9%、37.3%→49.0%→36.2%) も引き続き高い伸びを続けている。そのほか、水産品 (シェア 5.3%、1.1%→15.6%→23.7%) が持ち直し、原油 (シェア 7.2%、▲12.5%→▲34.2%→▲1.8%) が下げ止まりつつある。

輸出の拡大が続くなかで、輸入の増勢が弱まったことから、貿易収支も改善している。**貿易収支は、2013 年 4～6 月期の▲12.03 億ドルから 7～9 月期は 8.95 億ドルへ 2 四半期ぶりの黒字に転じた。**当社試算の季節調整値で見ても、輸出が増勢を維持する一方で輸入が減少したことから、4～6 月期の▲6.53 億ドル

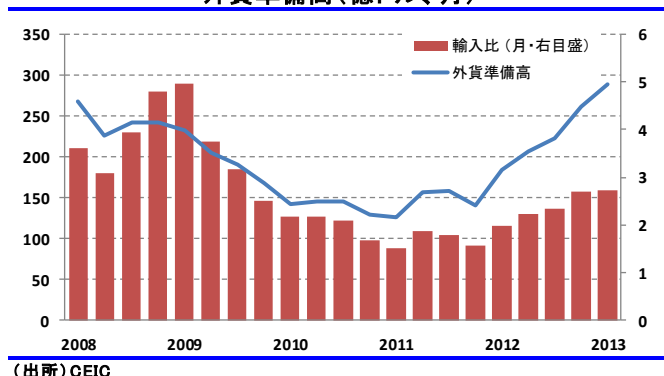
¹ 公表されている 1～3 月、1～6 月、1～9 月の前年同期比と実数から当社にて試算。

から 7～9 月期は 4.74 億ドルの黒字に転じている。さらに、10 月は輸出の拡大が輸入を上回り、貿易収支は 3.55 億ドルの黒字となった。

経常収支の推移(億ドル)



外貨準備高(億ドル、月)

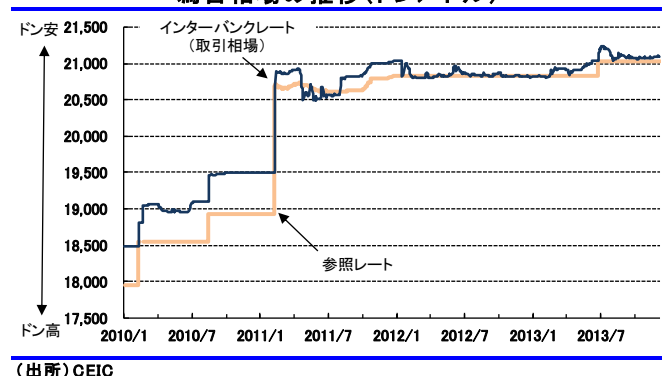


外貨準備の復元が為替相場の落ち着きに寄与

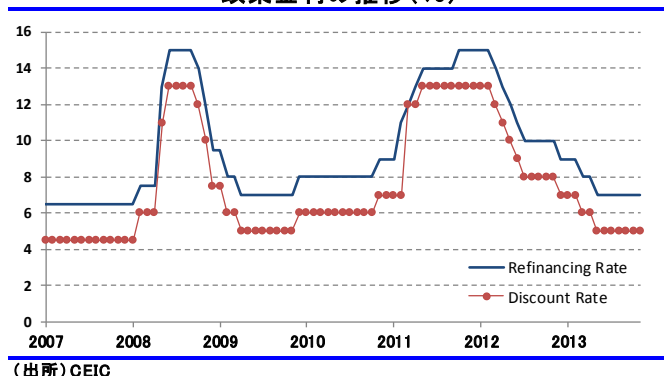
こうした貿易収支の改善は、通貨ドルの落ち着きに寄与していると考えられる。ここ数年の状況を見ると、貿易収支は 2011 年初め頃から縮小傾向にあり、2013 年前半は金融緩和を受けた輸入の増加により一時的に赤字となったものの、上記の通り夏場以降は再び黒字が続いている。そのため、経常収支も 2011 年半ば以降は黒字に転じ、外貨準備は 2011 年 3 月末の 126.8 億ドル（輸入の約 1.5 ヶ月分）を底に増加傾向、2013 年 3 月末には 288.7 億ドル（輸入の約 2.7 ヶ月分）まで回復している。一般的に、通貨安定のために必要な外貨準備の目安は輸入の 2～3 ヶ月分と言われており、これに照らせば外貨準備の水準は未だ必要最低限に過ぎないものの、一時に比べ状況は大きく改善している。

経常収支の改善傾向と外貨準備の回復を背景に、ドル相場は、比較的安定した動きとなっている。ドルのインターバンクレート（対ドル）は、2013 年 6 月 28 日に参照レートが 1% 切り下げられた直後こそ、下限（参照レート－1%）近くまで下落する局面があったが、8 月以降は参照レートとの乖離幅が縮小している。

為替相場の推移(ドン/ドル)



政策金利の推移(%)



通貨の安定と不良債権問題がカギ

上記の通り景気が底入れし、物価も落ち着きつつあることから、中央銀行であるベトナム国家銀行は、5 月の利下げ以降、リファイナンス・レート、公定歩合とも据え置いている。ただし、内需は底堅いものの

勢いに欠いていることも事実であるため、中銀は、景気回復を確実なものにするため、利下げ再開の機会を窺っているとみられ、その判断において、特に通貨下落圧力と不良債権問題の行方を重視していると考えられる。

通貨下落圧力については、米国の金融政策の動向が重要である。米国において5月に量的金融緩和の縮小観測が強まったことを受けて、新興国の多くで通貨の下落圧力が強まったことは記憶に新しい。その際に、ベトナム中銀もドン切り下げを迫られたが、通貨切り下げは輸入品価格を通じて物価上昇圧力を高めるため、中銀としては極力避けたいシナリオである。しかしながら、今月6日に発表された米国雇用統計は市場予想を上回る強い数字となり²、再びドンに下落圧力が掛かり易い状況となっている恐れがある。

また、不良債権の存在が利下げ効果を減殺する可能性が指摘されている。不良債権の規模が金融機関の信用力低下につながる程まで増大すると、不良債権の処理を迫られた金融機関は、利下げによって資金調達コストが低下したとしても、貸出金利を引き下げず、利鞘の拡大によって得た利益を不良債権処理に充当しようとするためである。ベトナム中銀によると、銀行の不良債権額は2013年9月末時点で142.3兆ドン（約7,000億円）、融資残高の4.62%に相当する規模であり、さらに、その額は2012年末に比べて2割も増加している。政府は7月、不良債権処理の受け皿機関として国家債権買取会社（VAMC）を設立、同社は10月から不良債権の買い取りを開始しており、2013年中に30～35兆ドン、2014年にはさらに100～150兆ドンの不良債権を買い取る計画である。そのため、現時点で確認できる不良債権の規模を前提とすれば、2014年中にも不良債権を銀行から切り離すことができる計算になる。しかしながら、不良債権額は未だ増加が続いていることに加え、VAMCが買い取った不良債権の処理方法や、不良債権処理にあたって損失が発生した場合の財政負担規模など、不透明な部分を残しており、不良債権の最終処理にメドが付くまでには、相当に時間を要するものと考えられる。

不良債権処理が進めば景気は2014年中に回復

以上を踏まえ、ベトナム経済の行方を展望すると、まず、利下げ再開の障害となり得る米国の量的金融緩和縮小は2014年3月までに開始される可能性が高く、為替市場はその影響を織り込み始めているとみられる。しかしながら、今のところドン相場は安定しており、前回の切り下げ時に米国の金融緩和縮小を既に概ね織り込んだ可能性もある。また、不良債権問題については、利下げが銀行の不良債権処理のための体力強化につながると判断すれば、利下げをためらう決定的な理由とはならないであろう。金融緩和の効果をもとめるためには、銀行が不良債権を切り離すことが望ましいが、利下げによりVAMCへの不良債権売却を支援することは、その近道となる。そのため、ベトナム中銀は、今後数ヵ月のうちに景気持ち直しの動きが強まらなければ、ドン相場の動向に配慮しつつ、再び政策金利を引き下げる可能性が高い。

そのほか、2014年1月から最低賃金が15%引き上げられる予定である。所得環境の改善は、個人消費の増勢を強めることとなろう。不良債権処理の進展は金融緩和の効果を高め、個人消費や固定資産投資の本格的な回復に結び付く。海外景気の回復を追い風に輸出の拡大も続こう。そのため、2013年の実質GDP成長率は前年比5.2%と2012年の5.0%から小幅な改善にとどまるものの、不良債権処理が順調に進めば2014年半ば頃には回復の動きが強まり、2014年通年の成長率は前年比5.8%程度へ高まると予想する。2015年には5年ぶりの6%成長が視野に入る。

² 詳細は、2013年12月9日付け Economic Monitor 「11月雇用統計は強含み、資産買入縮小の開始が視野に」 参照。